

Morning Meeting Brief

Strategy

5월 FOMC: 관세 불확실성 강조, 트럼프에게 공을 넘긴 파월

- 예상대로 기준금리 동결, 금융시장 영향력 제한적
- 현재 경기는 건조하나 트럼프 관세 정책으로 인한 불확실성, 위험 확대
- 트럼프에게 공을 넘긴 파월 연준의장, 무역 협상 이슈에 일희일비 불가피

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

Strategy

[다음주 시장은?] 관세의 매듭이 풀려야 실마리가 풀린다

- 글로벌 금융시장은 중국을 비롯한 무역협상 경과에 민감해질 수밖에 없음
- 미중 무역협상 결과 & 미국 하드데이터 확인하며 관세우려 완화 가능성
- 중국 CPI, PPI 물가지수는 중국 소비경기의 회복 여부를 시사

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

[더 글로벌 레이터 Weekly / 5월 3주차 전락] 美 5월 FOMC, 대만 달러화 강세 이후.. 증시 향방은?

- 연준 통화정책 수순, 시간이 지날수록 금리 인하 무게. 첫 금리 인하 시점보다는 금리 인하라는 행위 중요
- 트럼프 2기 행정부, 경제정책 우선순위 '관세'. 90일 상호관세 유예 전까지 환율 조정을 강요하진 않을 것
- 5월 FOMC 이후, 환율 시장 변동성 축소+증시 상방 압력 확대(미국, 유럽, 성장, 시 비중확대)

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Commodity

천연가스, 이제 무더운 여름을 준비해야 할 시점

- 3달래대서 고전 중인 천연가스, 다음 월물 교체(5/20) 이후부터 냉방 시즌 본격 반영 기대
- Re-Stocking 시즌 도래한 유럽, 러시아산 수입 정상화가 어렵다면 미국의 수출 기대도 Up
- 변수는 유럽의 전력난 가중시킬 여름철 라니냐, 2021년 같은 라니냐 재발 여부 모니터링

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

Macro

[올지로 지표맛집] 지각을 뒤흔들 발표는 무엇?

- 연준 신중한 스탠스 유지. 시장에는 경제 데이터 악화를 오래 기다리면 경기 둔화폭이 커질 수 있다는 우려 잔존
- 미국과 중국 경제수장 회담 예정. 양국 간 무역협상에 진전이 있는지 계속해서 관심 클 것으로 예상
- 여타 정책 시행에도 속도내는 가운데, 다음 주 CPI 발표 예정. 어떤 정책이 먼저 발표되는지 향후 물가방향 가능하는데에도 중요

이주원. joowon.lee2@daishin.com

[1Q25 Review] 넷마블: 본업 이익 성장의 가시성 확대

- 1Q 나혼렘 반등, 신작 흥행, 비용 효율화로 이익은 기대치 큰 폭으로 상회
- 나혼렘 매출 안정화와 다수의 신작 출시로 이익 성장 지속 가능 판단
- 신작 출시+비용 효율화로 분기 이익 성장 가시성 확대. 긍정적 추가 흐름 기대

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

[1Q25 Review] 카카오: 하반기 카카오톡 지표 반등이 핵심

- 1분기, 본업 성장 둔화 + 콘텐츠 사업 부진 지속
- 하반기 피드형 콘텐츠와 AI 적용으로 카카오톡 체류시간과 광고 매출 확대 계획
- 그동안 감소세였던 이용자 지표 반등 시 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 판단

이지은, Jeeun.lee@daishin.com

[1Q25 Review] LG 유플러스: 1Q 부터 제대로 보여드렸습니다. 목표주가 +21% 상향

- 1Q25 매출 3.7조원(+5% yoy), OP 2,6천억원(+16% yoy)
- 23~24년 감가비 부담, 25년 부담 완화. 25E OP 1.04조원(+20% yoy)
- 이익 개선, 주주환원 증가, 외인 한도 소진, 주가 상승의 정배열

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 콘텐츠리중앙: Mega IP, Mega Box

- 1Q25 매출 2,3천억원(+2% yoy), OP -121억원(적지 yoy)
- 드라마, 영화 부족 속에 Wiip은 BEP 수준으로 실적 개선
- 스튜디오올렘 인수 통한 Mega IP, 롯데시네마 합병 통한 Mega Box 도약

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 스튜디오드래곤: 드래곤 길들이기 과정

- 1Q25 매출 1,3천억원(-30% yoy), OP 43억원(-80% yoy)
- 방영회차 감소와 시청률 부진으로 1Q 실적 감소, 2Q 유지, 하반기 회복
- 25년 편성 확대, 리튬율 상승, 제작 효율화 On Track

김희재, hoijae.kim@daishin.com

[1Q25 Review] 한온시스템: 중첩된 불확실성

- 주가 트리거는 1) 구조조정 마무리, 2) EV플랫폼 런칭 및 3) 업황 개선
- 1Q25 R&D 자본화 비율 축소로 OP 컨센 대비 쇼크/추정 대비 하회
- 2026년 이후, 실적 개선 가시성 확대에 따른 주가 관심 높일 필요

김귀연, gwiyeon.kim@daishin.com

[1Q25 Review] KT&G: 해외 궤련이 이끈 서프라이즈

- 일회성 비용에도 시장 기대치 상회하는 호실적 기록
- 해외 궤련 매출액 YoY 54% 증가하며 분기 최대 매출 갱신
- 견조한 본업과 기타 사업부 턴어라운드로 안정적인 실적 전망

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

[1Q25 Review] BGF 리테일: 객수 회복이 관건

- 1분기 늦추위, 집회 영향 등으로 객수 하락 크게 나타나며 실적 부진
- 편의점 업계 구조조정 진행 중. 구조조정 마무리 시 수혜 예상
- 당분간 객수 및 기존점 성장률 회복 확인하려는 투자 심리 강할 듯

유정현. junghyun.yu@daishin.com

[1Q25 Review] 심텍 : 실적의 저점(1Q)은 통과, 개선 방향은 맞고 속도가 중요

- 영업이익은 1Q25 -163억원(적자 축소 yoy/qoq)으로 컨센서스대비 개선
- 2025 연간 영업이익은 329억원으로 3년만에 흑자전환(yoy) 전망
- 비메모리(FC CSP, SiP) 매출 확대, 믹스 효과가 3Q25 본격화 예상

박강호. kangho.park@daishin.com

[1Q25 Review] 하나투어: 아쉬운 성수기 실적

- 1Q 정치적 불확실성 및 항공 사고 여파로 영업이익 전년 대비 -43% 감소
- 2Q에도 부진한 성장세 지속. 25E EPS -12% 조정하며 목표주가 -13% 하향
- 1H25 여름 성수기 및 황금 추석 연휴로 뚜렷한 수요 회복세 나타날 전망

임수진. Soojin.lim@daishin.com

[1Q25 Review] 휴젤: 무난한 실적, 2분기가 중요

- 1Q 무난한 실적. 해외 특신 중국과 직판 채널(호주·대만)이 고성장 견인
- 2Q 미국 선적으로 호실적 기대. 하반기 추가 선적 가능성 확인
- 베네브 5,000개 계정 기반 초기 침투 속도 양호하며 관세 영향 제한적

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[1Q25 Reivew] 유한양행: 성장을 향해 닳을 올린다

- 1Q25 연결 매출액 4,916억원(+10.6% yoy), 영업이익 64억원(+1006.9% yoy)
- 로열티 수익 아쉬우나, 전 사업부 성장하는 모습 확인
- 2분기 일본 출시 마일스톤 수령 및 하반기 다수의 긍정적인 모멘텀 보유

이희영. Heeyoung.lee@daishin.com

5월 FOMC: 관세 불확실성 강조. 트럼프에게 공을 넘긴 파월

- 예상대로 기준금리 동결. 금융시장 영향력 제한적
- 현재 경기는 건조하나 트럼프 관세 정책으로 인한 불확실성, 위험 확대
- 트럼프에게 공을 넘긴 파월 연준의장. 무역 협상 이슈에 일희일비 불가피

5월 FOMC, 기준금리 동결(4.25% ~ 4.5%). 성명서 문구 변경 : 현재 경제 상황은 건조하지만, 위험은 더 커졌다

Fed는 5월 FOMC를 통해 기준금리를 4.25% ~ 4.5%로 동결. 이미 CME Fed Watch 기준 3월 금리동결을 90% 이상 반영했던 만큼 이번 결정은 시장 컨센서스에 부합한 결과였다. QT(국채 50억달러, MBS 350억달러)도 유지하기로 했다

FOMC는 5월 성명에서 "위원회는 실업과 인플레이션이 더 오를 위험이 더 커졌다고 판단했다"는 문구를 추가했다. 이와 함께 3월 성명의 "경제 전망을 둘러싼 불확실성은 커졌다(increased)"는 문구를 "더 커졌다(increased further)"로 수정했다. 경제 전망 또한 3월과 비교해 더 불투명해졌고, 트럼프 관세 정책의 불확실성과 실물 경제에 미치는 영향력의 모호성을 반영한 것으로 생각한다

또한 수출입이 경제지표에 영향을 미치고 있다는 점을 지적했다. 5월 성명에선 "순수출의 변동이 지표에 영향을 줬지만 최근 지표들은 경제활동이 견고한 속도로 계속 확장되고 있다는 점을 시사했다"고 기술했다. 1분기 GDP 성장률 역성장에 대한 해석으로 미국 경기가 현재까지는 건조함을 시사한다

파월 의장, 트럼프 관세 정책 영향력을 확인해야 액션을 취할 수 있음을 강조

파월 연준 의장은 기자회견에서 "상황을 지켜보자(Wait and see)"를 가장 많이 언급했다. 현재 경제 상황과 물가, 실업을 감안해 금리 동결을 결정했지만, 트럼프의 관세가 미 경제 전반에 충격을 줄 수 있다고 언급했다. 향후 물가, 실업, 경제전망과 통화정책 결정이 트럼프의 관세 정책과 무역협상 결과에 달려있다는 의미로 해석된다.

파월 연준 의장은 트럼프의 관세 정책으로 모든 공을 넘겼다. 그만큼 글로벌 금융시장은 중국을 비롯한 주요국들과의 무역협상 진행 과정과 결과에 민감해질 수 밖에 없다. 당분간 관세, 무역협상 관련 코멘트에 일희일비하는 자세가 지속될 전망이다.

한편, 6월 FOMC(18일) 전까지 공개되는 경제지, 특히 하드 데이터, 실물지표 결과도 주목해야 한다. 파월 연준 의장이 선제적 금리인하에 대한 선을 그으면서 더 많은 데이터를 볼 것임을 강조했다. 향후 발표되는 4월, 5월 경제지표는 보편관세 10%와 대중국 관세 145%가 반영된 수치이다. 물가 반등, 경기 불안을 이미 선반영했다고는 하지만, 소프트 데이터에 이은 실물 지표, 하드 데이터의 악화가 현실화된다면 금융시장 변동성 확대는 불가피할 것이다

글로벌 증시, 상승 추세 재개 속에 1차 분기점 도달.

당분간 무역 협상 이슈와 경제지표 결과에 일희일비 예상

트럼프 관세 쇼크 이후 강한 반등으로 투자심리가 회복되었고, 지수도 중요 분기점이라 할 수 있는 200일 이동평균선에 근접했다. 미국은 물론, 글로벌 주요 증시들이 관세 충격으로 인한 하락 폭의 61.8%를 되돌렸다. 증시 측면에서 1차 분기점에 도달했음을 의미한다.

트럼프 관세 정책 방향성은 완화적으로 전환되었다. 글로벌 증시의 상승세는 유효하다고 본다. 다만, 미중 무역협상 결과가 확인되기 전까지는 무역협상 이슈와 주요 경제지표 결과에 일희일비를 반복할 수 밖에 없는 상황이다. 당분간 강한 상승보다 과열 해소, 매물 소화 과정을 거치면서 업종/종목별 키맞추기 장세가 전개될 것으로 예상된다.

관세의 매듭이 풀려야 실마리가 풀린다

- 글로벌 금융시장은 중국을 비롯한 무역협상 경과에 민감해질 수밖에 없음
- 미중 무역협상 결과 & 미국 하드데이터 확인하며 관세우려 완화 가능성
- 중국 CPI, PPI 물가지수는 중국 소비경기의 회복 여부를 시사

5월 FOMC 금리동결은 컨센서스에 부합한 결과. 무역협상 진행으로 시장 관심 이동하며 진행 경과에 민감도 증가

파월 연준 의장은 기자회견에서 현재 상황과 물가, 실업을 감안해 금리 동결을 결정했지만, 트럼프의 관세가 미 경제 전반에 충격을 줄 수 있기에 "상황을 지켜보자(Wait and see)"고 언급. 향후 경제와 통화정책 결정이 트럼프의 관세 정책과 무역협상 결과에 달려있다는 의미로 해석. 금리인하를 압박하는 트럼프에게 공을 넘긴 셈

글로벌 금융시장은 중국을 비롯한 주요국들의 무역협상 진행 과정과 결과에 민감해질 수밖에 없음. 주말에 개최 예정인 미-중 고위급 회담에서 양국은 경제적 피해를 줄이기 위해 협상이 필요한 상황. 그러나 초기 협상은 탐색전 & 긴장완화에 그칠 가능성도 높음. 트럼프 1기때와 같이 정상회담이 이뤄지기까지 긴 협상과정 예상. 갈등이 리스크 해소 국면으로 진입한 것은 분명하나 최종 결과가 확인되기 전까지는 협상 이슈에 일희일비할 수밖에 없음

미국 물가 & 수요 둔화 지속, 자동차 제외 시 하드데이터의 관세 영향 제한적

다음주 13일 미국 CPI와 15일 PPI 물가지수 발표 예정. 4월 이후 시행된 보편관세, 품목관세가 물가에 반영되는지 여부에 시장은 촉각을 기울일 것. 헤드라인 CPI는 3월과 동일한 YoY 2.4% 증가 예상되며 물가반영 크지 않을 것으로 예상. 장기 기대인플레이션의 구조적 관세반영 우려는 상당부분 완화 가능. 이후 하반기 금리인하 가능성에 초점을 맞추며 상승세 이어갈 수 있을 전망

15일 미국의 소매판매는 전월대비 보험, 자동차 제외한 근원 소매판매 0.3% 증가 예상. 3월의 선구매 기저효과와 관세 영향에도 4월 소매판매 유지된다면 글로벌 교역둔화 우려 완화, 건조한 상승세 지속 가능

주말사이 발표되는 중국 CPI, PPI 물가지수는 중국 소비경기의 회복 여부를 시사. 최근 중국 인민은행은 내수 진작을 위해 역레포금리와 지급준비율 인하 등 경기부양 정책 강화. 중국 경기 기대감이 높지 않은 상황에서 디플레이션이 지속될 경우 추가적 정책 완화 기대감, 예상외의 물가 반등은 정책 효과로 인한 내수 경기 신뢰도를 높일 수 있는 위치

실적대비 저평가 업종: 반도체, 자동차, 제약/바이오, 인터넷, 2차전지 등

현재 KOSPI 12개월 선행 P/E는 8.79배, 선행 P/B 0.81배로 3년 평균의 -1 표준편차수준 하회. 여전히 저평가 구간에서 반등 추세 형성 중. 무역협상에 대한 불확실성과 관세 정책이 반영된 경제지표 결과를 확인하는 과정에서 단기 등락은 감안. 그러나 예상보다 건조한 하드 데이터 확인, 물가 안정과 경기둔화에 근거한 하반기 연준의 금리인하 가시성 명확해질 것. 원화 강세압력으로 인한 외국인 순매수 전환도 KOSPI 반등 탄력에 힘을 실어줄 것. 반도체, 자동차, 제약/바이오, 인터넷, 2차전지 등이 중단기 가격 메리트 높고, 실적 대비 저평가 영역에 위치한 업종

Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjong.moon@daishin.com

美 5월 FOMC, 대만 달러화 강세 이후.. 증시 향방은?

- 연준 통화정책 수순, 시간이 지날수록 금리 인하 무게. 시점보다는 행위 중요
- 트럼프 행정부, 90일 상호관세 유예 전까지 환율 조정을 강요하진 않을 것
- 5월 FOMC 이후, 환율 시장 변동성 축소+증시 상방 압력 확대(비중확대)

연준 통화정책 수순은 시간이 지날수록 금리 인하에 무게를 둘 수밖에 없다. 트럼프 관세 정책이 미국 경제 전망에 대한 불확실성을 높이고, 물가 및 실업률 상승을 우려하는 연준 입장을 고려할 때, 이르면 4월부터 소비 지출 둔화 및 고용 감소가 확인되기 시작할 것이다. 당장 14일 발표되는 美 4월 소매판매/근원 결과(예상치: 0.0 / 0.3 % MoM 이하, 전월치: 1.5 / 0.6)가 이를 뒷받침해 줄 것이다.

올해 연준 통화정책의 관전 포인트는 첫 금리 인하 시점 여부보다는 금리 인하라는 행위 자체에 있다. ‘실질정책금리>실질중립금리’라는 제약적인 환경 속에 물가 오름폭 둔화라는 방향성이 유지 중이고, 트럼프 관세 부과가 오히려 수요 감소에 더 영향을 미치며 올해 들어 물가 오름폭 둔화가 뚜렷해졌다. 연준의 금리 인하라는 행위는 미국 증시 주도의 위험자산 선호심리를 지속적으로 자극할 것이다.

최근 대만 달러화 강세의 시작점은 25.1/4분기 GDP의 예상치 상회 그리고 통화 절상이 강화됐던 요인은 미국과의 무역협상 과정에서 미국 측의 요구인 통화 강세를 대만 정부가 응인할 것이라는 관측이 반영됐다. 금융시장은 여기서 그치지 않고 위안화, 홍콩 달러화 등 여타 아시아 통화 강세 기대로 확대 해석하고 있다. 하지만 트럼프 2기 행정부의 경제정책 우선순위는 관세로 현재 진행중이다. 90일 상호 관세 유예가 끝나기 전까지는 인위적인 환율 조정을 강요하진 않을 것이다.

환율 조정은 각국과 상호관세율을 낮추는 협의과정에서 해당국이 인위적인 통화 절하를 유도했는지 여부를 활용해 협상 카드로 사용할 것이다. 美 5월 FOMC를 기점으로 최근 환율 시장 변동성 확대는 진정되고, 美 통화정책 이벤트 해소로 안도감이 유입되며 증시의 상방 압력은 커질 것이다(미국, 유럽, 성장, 시 비중확대).

표 1. 다음 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.5.12~5.18)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
4월 CPI / 근원	미국	5.13	2.4 / 2.8 % YoY	2.4 / 2.8 % YoY	- / -	관세 부과에 따른 수입 가격 상승이 물가에 미치는 영향 파악 지표
4월 소매판매 / 근원	미국	5.14	1.5 / 0.6 % MoM	0.0 / 0.3 % MoM	▼ / ▼	관세 부과에 따른 소비 지표 영향 확인. 둔화 시, 美 성장 둔화 우려 부각
1/4분기 GDP	유럽	5.15	0.4 / 1.2	- / -	- / -	예상치 하회 등 성장 둔화 확인 시, ECB 금리 인하 기대감 부각

일자	국가/지역	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
5.12~13	인도	CPI	4월	% YoY	3.34	3.20	▼
5.13	유럽	ZEW 경기전망지수	5월	P	-18.5	-	-
	미국	CPI / 근원	4월	% YoY	2.4 / 2.8	2.4 / 2.8	- / -
5.14	미국	소매판매 / 근원	4월	% MoM	1.5 / 0.6	0.0 / 0.3	▼ / ▼
	미국	PPI / 근원	4월	% YoY	2.7 / 3.3	- / -	- / -
	미국	NAHB 주택시장지수	5월	P	40	-	-
5.15	일본	GDP	1/4분기	% QoQ, % YoY	0.6 / 2.9	-0.2 / 3.2	▼ / ▲
	유럽	GDP	1/4분기	% QoQ, % YoY	0.4 / 1.2	- / -	- / -
	미국	미시간대 소비자심리 / 기대인플레이션 1년 / 5-10년	5월	P, %	52.2 / 6.5 / 4.4	53.0 / - / -	▲ / - / -

기준일: 25.5.8
 자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

천연가스, 이제 무더운 여름을 준비해야 할 시점

- 3달러대서 고전 중인 천연가스, 다음 월물 교체부터 냉방 시즌 본격 반영
- Re-Stocking 시즌인 유럽, 러시아산 수입 정상화가 어렵다면 수출 기대 Up
- 변수는 유럽의 전력난 가중시킬 여름철 라니냐, 라니냐 재발 여부 주목

3달러대서 고전 중인 천연가스, 다음 월물 교체부터는 냉방 시즌 본격 반영

연초 5달러선 돌파 직전까지 상승했던 천연가스(헨리허브) 가격은 3달러 중반대에서 고전 중이다. 지난 자료 <비수기 앞둔 천연가스, 조심해서 나쁠 건 없다(2/10)>에서 살펴본 바와 같이 비수기인 봄이 찾아오면서 라니냐발 북극 한파(난방향)가 소멸한 탓이다. 연초와 같은 강한 모멘텀을 찾아볼 수 없는 이유는 바로 이 때문이다.

그러나 지금은 가격 반등을 논할 시점이다. 천연가스는 여타 원자재들과 마찬가지로 뚜렷한 계절성을 갖고 있다. 바로 여름철 냉방(전력) 수요이다. 미국의 천연가스 재고 추이를 살펴 보면 5월말까지 증가세를 보이다 6월부터 감소하기 시작한다. 지금 거래 중인 천연가스는 6월물로 6월 재고를 반영하고 있기에 가격의 하방 경직성이 강화되는 구간이라 볼 수 있다. 그렇다면 7월물로 교체되는 5월 20일 이후부터는 가격의 상방 모멘텀이 본격 강화될 것을 기대할 수 있다. 상승이 재개될 시점인 것이다.

Re-Stocking 시즌인 유럽, 러시아산 수입 정상화가 어렵다면 수출 기대 Up

가격의 추가 상승을 유발할 요인은 하나 더 있다. 바로 수출 기대감이다. 미국의 LNG 수출량은 신규 터미널에 대한 트럼프 행정부의 규제 완화 덕에 이전 레벨을 넘어선 상태이다. 이 같은 상황에서 유럽은 Re-Stocking 시즌을 맞이했다. EU와의 무역 협상(도입 장기 계약 체결)이 원만히 해결되면 수출 기대가 추가 반영될 수 있다.

물론 러시아-우크라이나 휴전이라는 아킬레스건이 존재하지만 수입 정상화는 그리 쉽지 않다. 3월 21일 유럽-우크라이나로 향하는 Sudzha 가스 계량소(러시아 쿠르스크 소재)가 우크라이나군에 의해 파괴되면서 이를 통한 수출은 사실상 단절됐다. Nord Stream 가스관은 3곳 중 1곳(Rostock항)과 Kondratki 가스관만이 온전한 상태이지만 이 역시 유지/보수 기간을 고려하면 즉각적인 가동은 제한적이다. 이처럼 미국의 LNG 수출에 우호적인 환경은 연내 6달러까지 도달이 가능한 근거이다.

변수는 유럽의 전력난 가중시킬 여름철 라니냐, 라니냐 재발 여부 모니터링

변수는 2021년 같은 여름철 라니냐의 재발 가능성이다. 일반적으로 여름철 유럽 지역은 사하라 열풍의 북상으로 무더위가 찾아오게 되는데, 문제는 라니냐가 발생할 시 유럽을 주변으로 제트기류가 남하해 열돔 현상(무풍+건조)을 야기한다는 사실이다. 이 경우 북해 풍력 발전 가동률이 하락하게 되며, 내륙의 원전들은 강이 메마르면서 냉각수 활용이 어려워지게 되어 대체 전력원인 천연가스가 각광 받게 된다.

4월 CPC/IRI 측은 하반기 라니냐 발생 확률을 소폭 하향 조정했으나 그 가능성은 여전히 열어뒀다. 1950년 이래 18개월 이상 지속된 라니냐는 7차례로 이 중 6차례가 슈퍼 엘니뇨 직후 발생했다. 지난해 상반기까지 존재했던 엘니뇨가 5번째로 강했던 점을 감안하면 이번에도 무시할 수 없다. 소강 상태의 해수면 온도, 라니냐 재발 시 천연가스 가격은 당초 예상을 상회할 수 있다는 점에서 모니터링할 것을 권고한다.

Macro

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

지각을 뒤흔들 발표는 무엇?

양국 회담 이후 발표될 미 물가지표, 소비와 생산

전일 FOMC에서 연준은 최근에 보였던 신중한 스탠스를 유지했다. 관세를 대표로 신 정부 정책 영향에 대한 불확실성이 크지만, 이를 인내하고 추후 상황을 더 지켜볼 경제 펀더멘털과 정책 여력이 있음을 거듭 강조했다. 소프트웨어가 실물지표에 반영 되기까지 시차가 존재하는데, 경제 데이터 악화를 지나치게 오래 기다리면 경기 둔 화폭이 커지는 게 아닌지에 대한 우려가 시장에는 잔존해 있다.

금융시장의 관심은 여전히 트럼프 정책 및 미중 긴장 완화 여부에 있었다. 주 후반 미국과 중국 경제수장의 회담이 예정되어 있어 무역협약에 대한 기대가 확대되었다. 이로 인해 대만달러를 중심으로 동아시아 통화 가치가 상승하기도 했다. 다만 이후 미국은 먼저 관세율을 낮출 의향이 없으며, 아직 무역 관련 논의된 바는 없다며 시장의 기대를 일축했다. 양국 간 무역협상 시도가 이뤄지는지, 구체적인 협상 내용을 언급 하는지에 계속해서 시장 관심이 클 것으로 보인다.

한편 트럼프가 2주 내 의약품 관세 발표를 예고한 가운데, 관세 외 여타 정책 구체화 에도 속도를 내고 있다. 최근 정부 비공개회의에서 메디케이드 지출 삭감 검토가 이뤄진 것으로 파악된다. 오는 8, 9, 12일 중에는 무역과는 무관하나 '지각을 뒤흔들 (earth shattering)' 발표를 예고했다. 일각에서는 1기 중 추진하던 의약품 '최혜국대 우'를 다시 가동하여, 약값을 여타 선진국의 가장 낮은 가격에 맞추어 강제로 낮추는 방안이 발표될 가능성이 대두되었다. 이 가운데 다음 주 미 CPI가 발표된다. 4월 중 고차 가격이 급등하는 등, 관세 부과를 앞두고 선수요가 남아있음은 시장도 어느정 도 인지했다. 지난 데이터도 중요하지만, 정책의 영향에 관심이 큰 상황에서 관세 외 어떤 정책이 시장에서 먼저 두각을 드러내는지가 향후 물가 방향성을 가늠하는데 중 요하게 작용할 전망이다.

다음 주 주목할 매크로 지표 및 이벤트

일자	국가	지표 프리뷰	예상치	이전치
5/9	중국	4월 대출잔액 YoY	-	7.4
		4월 수출액 YoY	2.0	12.4
5/10	중국	4월 CPI YoY/MoM	-0.1/-	-0.1/-0.4
		4월 PPI YoY	-2.8	-2.5
	독일	5월 ZEW 경기전망지수	-	-18.5
5/13		4월 NFIB 소기업 낙관지수	94.3	97.4
	미국	4월 CPI YoY/MoM	2.4/0.3	2.4/-0.1
		4월 근원 CPI YoY/MoM	2.8/0.3	2.8/0.1
		4월 PPI YoY/MoM	-/0.2	2.7/-0.4
5/15	미국	4월 근원 PPI YoY/MoM	-/0.2	3.3/-0.1
		4월 소매판매 MoM	0.0	1.5
		4월 산업생산 MoM	0.2	-0.3

자료: 대신증권 Research Center

넷마블 (251270)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 상향

6개월 목표주가

65,000

상향

현재주가

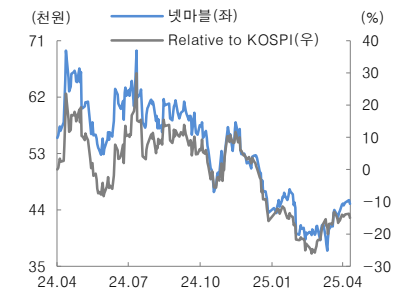
44,950

(25.05.08)

다지털엔터테인먼트

KOSPI	2579.48
시가총액	3,864삼억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	9삼억원
52주 최고/최저	69,400원 / 37,500원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	24.98%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.8	1.0	-15.8	-25.9
상대수익률	5.7	-1.2	-16.4	-21.2



본업 이익 성장의 가시성 확대

- 1Q 나혼렘 반등, 신작 흥행, 비용 효율화로 이익은 기대치 큰 폭으로 상회
- 나혼렘 매출 안정화와 다수의 신작 출시로 이익 성장 지속 가능 판단
- 신작 출시+비용 효율화로 분기 이익 성장 가시성 확대. 긍정적 주가 흐름 기대

투자 의견 BUY로 상향, 목표주가 65,000원으로 16% 상향

SOTP 방식 적용. 영업자산 가치, 4.4조원, 투자자산 지분가치 1.7조원 추정. 1) 영업 자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 peer의 EV/EBITDA 평균(12x) 적용. 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 6,264억원, 엔씨소프트 지분가치 1,692억원, 코웨이 지분가치 9,380억원

TP 상황: 1) 수익성이 높은 기존 게임의 매출 반등 이후 안정적 유지, 2) 신작 흥행에 따라 신작 추정치 상향, 3) 비용 효율화 지속으로 수익성 개선 등을 고려하여, 2025년 영업이익 추정치를 기존 대비 80% 상향

기존작 반등 + 신작 흥행 + 비용 통제로, 실적 반등 이어가는 중

1Q25 매출액 6,239억원(YoY 6.6%, QoQ -3.9%), 영업이익 497억원(YoY 1,243%, QoQ 41%) 기록. 영업이익은 컨센스대비 큰 폭으로 상회하는 실적 기록

수익성이 높은 '나혼자만레벨업'과 '레이븐2'가 호실적을 견인. 나혼렘은 전분기대비 28% 매출 반등을 기록했으며, 레이븐2는 출시 초기 매출 수준을 안정적으로 유지 중. 나혼렘은 현재까지도 견조한 매출 유지 중이며, 1주년 업데이트에 대한 기대감도 높아 2분기에도 유사한 매출 지속 전망. 신작 'RF온라인넥스트'는 3월 출시 후 초기 일평균매출 약 16억원 기록. 영업비용의 경우, 비용 효율화가 수익성 개선으로 이어지고 있음. 인력 통제, 자체 IP 라인업 확대에 따른 지급수수료율 감소, 신작 출시에도 불구하고 마케팅비 효율화 등으로 시장 기대치를 상회하는 영업이익 기록

회사는 2024년 상반기 나혼렘의 흥행에 힘입어 실적 턴어라운드를 기록. 출시 직후 매출 하락이 나타나며 장기 흥행 가능성과, 이를 대체할 신작 부재에 대한 우려가 있었음. 그러나 초기 급격한 매출 감소 이후 매출 안정권에 들어선 것으로 확인. 대체 가능 신작 우려에 대해서 여전히 리스크는 존재하나, 신작들이 회사 계획대로 일정 지연없이 출시되고 있어, 하나의 대작이 아닌 복수의 신작 성과를 통해 기존 매출을 대체할 수 있을 것으로 판단. 특히, 매분기 한 개 이상의 신작을 출시하고 있음에도 불구하고, 마케팅비 증가로 인한 수익성 훼손이 발생하지 않는 점 또한 회사의 운영력이 개선되고 있으며, 본업의 이익 성장의 가시성을 높이는 요인으로 판단

2분기 '세븐나이츠 리버스', '왕좌의 게임: 킹스로드', 하반기엔 AAA게임 '일곱개의 대죄: Origin' 등 출시 예정. 신작 출시가 이어지는 가운데 비용 효율화 기조도 유지되고 있어, 분기별 이익 성장 가능할 것으로 판단. 참고로 여전히 스피넥스 인수에 따른 이자 비용 부담으로 12MF PER은 당사 추정치 기준 22배 수준으로 높게 형성되어 있으나, 이익 성장의 가시성이 높으며, 당사 추정치 뛰어넘은 흥행 성과 확인 시 밸류에이션 부담 완화될 것으로 판단. 이에 따라 긍정적 주가 흐름 예상

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			작년추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	585	649	618	624	6.6	-3.9	607	668	-14.6	7.1
영업이익	4	35	30	50	1,245.8	41.1	30	60	-45.7	21.5
순이익	0	-166	93	42	흑전	흑전	27	51	-70.2	20.1

자료: 넷마블, FnGuide, 대신증권 Research Center

카카오 (035720)

이재은

jeeyeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

50,000

유지

현재주가

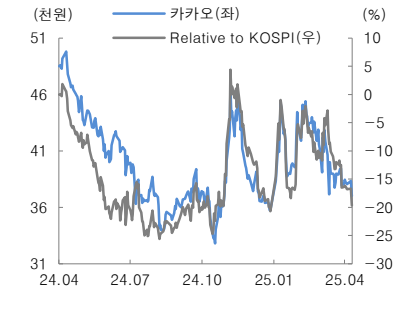
37,000

(25.05.08)

인타넷업종

KOSPI	2579.48
시가총액	16,423십억원
시가총액비중	0.77%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	49,800원 / 32,800원
120일 평균거래대금	1,230억원
외국인지분율	28.47%
주요주주	김범수 외 92 인 24.20% MAXIMO PTE 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	-16.9	5.7	-25.7
상대수익률	-14.3	-18.7	5.0	-20.9



하반기 카카오톡 지표 반등이 핵심

- 1분기, 본업 성장 둔화 + 콘텐츠 사업 부진 지속
- 하반기 피드형 콘텐츠와 AI 적용으로 카카오톡 체류시간과 광고 매출 확대 계획
- 그동안 감소세였던 이용자 지표 반등 시 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 판단

투자 의견 매수, 목표주가 50,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 본사 사업가치는 7.5조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, 뽀빠이, 페이 등) 지분가치는 현재 시장가를 반영하여 총 자회사 지분가치 14.1조원으로 산출

본업의 위기, 하반기 카카오톡 개편에 따른 트래픽 지표 개선이 핵심

1Q25 매출액 1조 8,637억원(YoY -6.3%, QoQ -4.8%), 영업이익 1,054억원(YoY -12.7%, QoQ 39.7%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합하는 실적 기록

1분기 특비즈 매출 5,533억원(YoY 7%, QoQ flat) 기록. 광고, 커머스 매출 각각 2,860억원(YoY 3%, QoQ -11%), 2,670억원(YoY 12%, QoQ 13%) 기록. 비즈보드 광고 매출은 YoY 역성장 지속 중. 비즈니스 메시지 광고 또한 YoY 11%로 성장률 둔화. 커머스 매출은 설 연휴 성수기 효과가 있었으나, 거래액 성장률은 LSD로 둔화 지속. 콘텐츠 사업 역시 게임, 뮤직, 미디어, 스토리 모두 YoY 역성장 지속. 영업비용은 비용 통제 기조 유지되며, 특이사항 없음

카카오는 하반기 카카오톡 3번째 탭에 피드형 콘텐츠를 도입하여 유저 체류시간을 기존대비 약 20% 개선하는 것을 목표로 설정. 체류시간 증가는 광고 매출 성장으로 이어질 수 있는 부분. 기존 3번째 탭의 오픈채팅은, MAU 1,000만명 수준에서 정체된 트래와 사용 시간도 뚜렷한 개선이 없어 광고 판매 성과는 제한적인 것으로 판단. 반면, 숏폼 중심의 피드형 콘텐츠는 이미 주요 경쟁 플랫폼에서 체류시간 증가에 기여한 바 있어, 카카오톡에서도 기대할 수 있는 포인트. 또한 1분기에 CBT를 진행한 신규 AI 서비스(AI 메이트, AI 검색)의 카카오톡 내 적용도 하반기에 예정되어 있음. 코리안클릭 데이터 기준, 카카오톡의 평균 이용 시간은 최근 5년간 지속적인 감소세를 보인 만큼, 이번 카카오톡 개편에 따라 유의미한 이용자 지표 개선이 확인된다면, 이는 카카오 주가의 탄력적인 반등 요인으로 작용할 것으로 판단

(단위: 십억원, 원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,988	1,957	1,886	1,864	-6.3	-4.8	1,935	1,890	-5.7	1.4
영업이익	120	75	93	105	-12.4	39.7	106	108	-19.6	2.2
순이익	74	-226	29	48	-34.7	흑전	88	49	-51.3	2.4

자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	7,789	8,385	8,788
영업이익	461	460	509	616	681
세전순이익	-1,648	-3	570	593	658
총당순이익	-1,817	-162	485	505	560
지배지분순이익	-1,013	55	429	446	495
EPS	-2,276	124	969	1,010	1,120
PER	NA	306.9	51.6	49.5	44.6
BPS	21,951	22,839	23,827	24,807	25,860
PBR	2.5	1.7	1.6	1.5	1.4
ROE	-10.3	0.6	4.1	4.2	4.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오, 대신증권 Research Center

LG유플러스

(032640)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

17,000

상향

현재주가

12,490

(25.05.08)

통신서비스업중

1Q부터 제대로 보여드렸습니다

- 1Q25 매출 3.7조원(+5% yoy), OP 2.6천억원(+16% yoy)
- 23~24년 감가비 부담, 25년 부담 완화. 25E OP 1.04조원(+20% yoy)
- 이익 개선, 주주환원 증가, 외인 한도 소진, 주가 상승의 정배열

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 17,000원으로 +21% 상향

25E EPS 1,436원에 PER 12배 적용. 최근 5년 통신업(KT, LGU+ 기준) 평균 10배 대비 20% 할증 적용. 1Q25 호실적 달성, 25년 1조원대 OP 복귀 및 주주환원 규모 증가를 반영하여 할증 적용

25E OP 1.04조원(+20% yoy), 총주주환원 3.1~3.8천억원(+10~+35% yoy)

1Q25 Review: 예상대로 개선된 실적

매출 3.7조원(+5% yoy, -0% qoq), OP 2.6천억원(+16% yoy, +80% qoq)

분야별. 무선 1.5조원(+2% yoy, +0% qoq), B2C(초고속, IPTV 등) 6.7천억원(+2% yoy, +2% qoq), B2B(IDC, 솔루션, 기업통신 등) 4.5천억원(+1% yoy, -11% qoq)

마케팅비 5.6천억원(+2% yoy, -5% qoq). 매출 대비 20.4%로 MWC 첫 단독 부스 행사 비용 반영에도 불구하고 5G 도입 이후 평균인 22.2%를 하회

감가비 5.6천억원(+1% yoy, -0% qoq). 매출 대비 20.7%로 5G 도입 이후 평균인 19.6%를 소폭 상회. 판매비 부담은 지속 완화 중이고, 감가비도 25년부터 부담 감소하면서 3년만에 1조원대 이익 수준 복귀 전망

1Q 이익 개선 확인, 2Q 보유 자사주 소각, 3Q 추가 자사주 취득

기업가치 제고 계획: 기본 배당성향 40%(최소 DPS 650원) + 0~20% 자사주 상반기 중 보유 자사주 678만주 전량 소각 예정, 하반기 자사주 취득/소각 전망

최소 DPS 650원은 배당성향 45%에 해당

자사주 5% 취득시 총주주환원 50%, 15% 취득시 총주주환원을 60%

총주주환원을 50% 기준. 25E 총주주환원 3.1천억원, 수익률 5.6%

총주주환원을 60% 기준. 25E 총주주환원 3.8천억원, 수익률 6.9%

이익 개선과 주주환원 증가 시점에 특히 외인 매수세 유입이 증가하며 주가 상승 13~17년 이익 개선과 주주환원 증가 추세 형성. 외인 소진율은 50%대에서 100% 한도 소진까지 증가, 동기간 주가는 1만원 수준에서 1.7만원까지 상승

25년 OP 1조원 회복을 시작으로 향후 5년간 OP 증가율 연평균 11%(최근 5년간 OP 증가율 연평균 5%), 총주주환원 증가율도 연평균 10% 전망

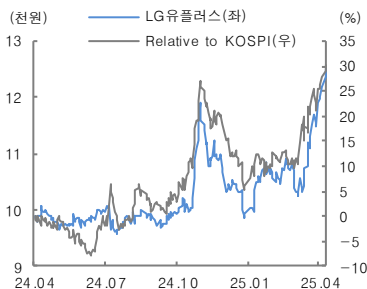
(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	3,577	3,753	3,714	3,748	4.8	-0.1	3,658	3,766
영업이익	221	142	257	255	15.6	79.7	245	284
순이익	131	-58	150	166	26.3	흑전	154	171

자료: LG유플러스, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	2579.48
시가총액	5,453십억원
시가총액비중	0.25%
자본금(보통주)	2,574십억원
52주 최고/최저	12,490원 / 9,580원
120일 평균거래대금	117억원
외국인지분율	35.64%
주요주주	LG 외 2 인 37.66% 국민연금공단 7.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	19.0	25.5	23.9
상대수익률	9.6	16.3	24.6	31.9



콘텐츠리중앙
(036420)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

14,000

유지

현재주가

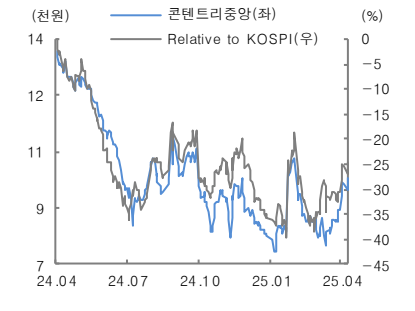
9,760

(25.05.08)

미디어업종

KOSPI	2579.48
시가총액	188삼억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	96삼억원
52주 최고/최저	13,310원 / 7,500원
120일 평균거래대금	6억원
외국인지분율	0.94%
주요주주	중앙파인아이 외 2인 42.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.3	17.6	10.0	-25.3
상대수익률	10.7	15.0	9.3	-20.5



Mega IP, Mega Box

- 1Q25 매출 2.3천억원(+2% yoy), OP -121억원(적지 yoy)
- 드라마, 영화 부족 속에 Wiip은 BEP 수준으로 실적 개선
- 스튜디오슬램 인수 통한 Mega IP, 롯데시네마 합병 통한 Mega Box 도약

투자 의견 매수, 목표주가 14,000원 유지

드라마 제작, 콘텐츠 유통 및 메가박스 가치를 합산한 SOTP 방식 적용

1Q25 Review: 드라마, 영화 부족 속에, Wiip의 선방

매출 2.3천억원(+2% yoy, +11% qoq), OP -121억원(적지 yoy, 적지 qoq)

SLL 별도 OP -25억원(적전 / -71억원 yoy)

SLL 연결 OP -45억원(적지 / +50억원 yoy)

편성 회차 32회(-36회 yoy)로 적은 편성에 따라 별도 실적 감소

Wiip은 수익성 좋은 Leda Deal인 <The Summer I Turned Pretty S3>의 4회분이 반영되면서 BEP 수준에 근접한 것으로 추정되면서 SLL 연결은 실적 개선

메가박스 OP -103억원(적지 / -89억원 yoy), 관객수 -33% 감소 영향

플레이타임 OP 14억원(-34% / -7억원 yoy), 국내외 이용자수 감소 영향

25E OP -62억원(적지 / +412억원 yoy), 26E 332억원(흑전 / +394억원 yoy)

메가박스 25E OP -32억원(적지 / +120억원), 26E 119억원(흑전 / +151억원)

SLL 연결 25E OP -62억원(적지 / +250억원), 26E 176억원(흑전 / +238억원)

25년 Mega IP, Mega Box로의 도약

SLL은 <흑백요리사>, <싱어게인> 등의 예능을 제작하는 스튜디오슬램의 지분을 21.8월에 23% 인수 후, 25.4월에 53%로 확대, 29년까지 100% 확보 예정

스튜디오슬램의 25년 라인업은 NFLX <흑백요리사2>, <크라임씬: 제로> JTBC <싱어게인4> 등 4편. 슬램 인수를 통해 드라마와 영화 외에 예능까지 장르 다양화

또한, 자회사 Wiip은 아마존 프라임 <The Summer I Turned Pretty S3>의 Lead Deal 및 NFLX <Undertow S1>, HBO Max <Task S1>의 EP Deal을 통해 25년 BEP 수준 전망. 25E OP -60억원(+340억원 yoy)

메가박스는 롯데컬처웍스(롯데시네마)와 합병을 위한 MOU 체결, 합병 시점, 합병 비율, 합병 방식, 외부 자본 참여 여부 등 세부 내역은 공개되지 않아서 메가박스 실적 추정에는 반영하지 않았으나, 방향성은 긍정적으로 판단

팬데믹 이전 대비 아직 50~60%의 관객 수준에 머물러있고, 창고 영화의 소진 이후 신작이 아직 본격적으로 출시되고 있지 않은 국내 극장 산업의 현실을 감안하면, 합병을 통한 비용 감소와 이미 팬데믹 이전 수준을 회복한 동남아시아 시장의 진출이라는 시너지가 발생할 수 있을 것으로 전망

(단위: 삼억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정
매출액	221	204	129	225	1.9	10.7	191
영업이익	-10	-18	-12	-12	적지	적지	-17
순이익	-21	-4	-21	-29	적지	적지	-23

자료: 콘텐츠리중앙, FnGuide, 대산증권 Research Center

스튜디오 드래곤 (253450)

김화재

hojae.kim@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

64,000

유지

현재주가

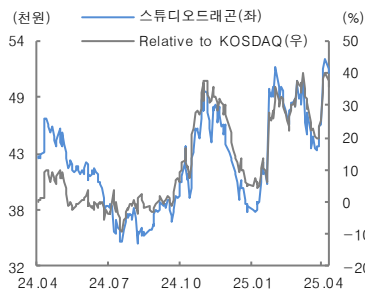
50,800

(25.05.08)

미디어업종

KOSDAQ	729.59
시가총액	1,527십억원
시가총액비중	0.41%
지분금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	52,200원 / 34,100원
120일 평균거래대금	71억원
외국인지분율	11.92%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.4	32.8	23.9	18.0
상대수익률	-0.3	35.2	26.2	41.1



드래곤 길들이기 과정

- 1Q25 매출 1,3천억원(-30% yoy), OP 43억원(-80% yoy)
- 방영회차 감소와 시청률 부진으로 1Q 실적 감소, 2Q 유지, 하반기 회복
- 25년 편성 확대, 리쿠플 상승, 제작 효율화 On Track

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지

목표주가 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,325원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균 47배

1Q25 Review: 상반기는 몸풀기

매출 1,3천억원(-30% yoy, +3% qoq), OP 43억원(-80% yoy, -20% qoq)

1Q 방영회차는 59회(TV 40회, OTT 19회)로 -12회 yoy, +13회 qoq

TV: <원경> 12회, <별들에게 물어봐> 16회, <그 높은 흑염룡> 12회

OTT: <탄금> 7회, <스터디그룹> 10회, <원경 스페셜> 2회

방영회차 전년 동기 대비 감소, 제작비 약 500억원 규모의 <별들에게 물어봐>의 시청률 부진(평균 2%대)에 따른 전화차 시청 패널티(시청률 부진시 매체로부터 받는 방영권료 삭감) 영향으로 부진한 실적 달성

컨텐츠 및 당사 추정에 미달하는 실적을 달성했지만, 텐트폴에서 시청률 부진으로 패널티를 받는 사례가 거의 없기 때문에, 이번 분기 실적 부진은 일시적

<별들에게 물어봐>는 매출이 1Q에 모두 인식되지만, 방영권료를 제외한 동시방영 판권은 2Q까지 상각이 진행되기 때문에, 2Q에도 비용 부담

하지만, 2Q 예정 방영회차는 56회차(TV 27회, OTT 29회)로 전년 동기대비 +17회가 증가하고 오리지널 작품들의 일부 회차 수익 인식 가능성도 있어서, 2Q OP는 89억원(-15% yoy, +107% qoq) 전망

2Q TV: <금주를 부탁해> 12회, <미지의 서울> NFLX 동시 12회, <견우와 선녀> AP 동시 12회 / OTT: <내 남편과 결혼해줘(일본)> AP 10회, <다 이루어질지니> NFLX, <친애하는 X> tving 등

25년 편성 확대, 다수의 대작 편성. 약 60~70%는 하반기에 편성

25년 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가, 19~23년 평균은 29편

25년 작품당 회차 12회 수준. 19~23년 평균 14회. 성장 여력 충분

동시방영 7편(+1편 yoy). 상반기 2편, 하반기 5편. 전체 작품 수도 상반기 9편, 하반기 16편으로 하반기 비중이 높고, 제작 효율화도 하반기에 성과 나타날 전망
드래곤이 추진 중인 제작 효율화는 24년말 47%, 상반기 75%, 25년말 93% 이상

25E 상반기 OP 132억원(-59% yoy), 하반기 OP 328억원(+642% yoy)

25E OP 459억원(+26% / +95억원 yoy). 26E OP 642억원(+40% / +183억원)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25					2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	192	131	116	134	-30.3	2.5	134	110	-20.1	-18.1
영업이익	22	5	8	4	-80.0	-19.6	7	9	-14.9	107.0
순이익	20	11	9	2	-88.1	-78.7	8	9	14.3	288.4

자료: 스튜디오드래곤, FnGuide, 대신증권 Research Center

한온시스템

(018880)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

3,600

하향

현재주가

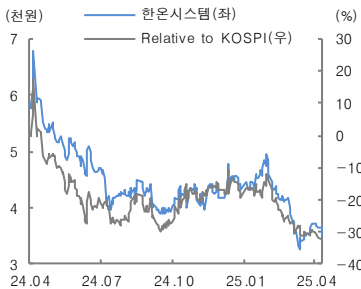
3,395

(25.05.08)

자동차업종

KOSPI	2579.48
시가총액	2,304십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	68십억원
52주 최고/최저	5,710원 / 3,160원
120일 평균거래대금	55억원
외국인자본율	5.34%
주요주주	한국타이어 외 2인 54.77% 한앤코오토홀딩스 21.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-21.0	-16.0	-40.0
상대수익률	-4.6	-22.8	-16.6	-36.2



중첩된 불확실성

- 주가 트리거는 1) 구조조정 마무리, 2) EV플랫폼 런칭 및 3) 업황 개선
- 1Q25 R&D 자본화 비율 축소로 OP 컨센 대비 쇼크/추정 대비 하회
- 2026년 이후, 실적 개선 가시성 확대에 따른 주가 관심 높일 필요

투자의견 Marketperform 유지, 적정주가 3,600원 하향(-5%)

적정주가는 실적 개선 본격화 예상되는 2026년 BPS 대비 1배 수준. 1) 구조조정 관련 일회성 비용 반영 및 2) 추가 구조조정 가능성, 3) R&D비용 자산화 규모 축소에 따른 단기 수익성 악화, 4) 관세 불확실성 지속. **2025~26년 1) 구조조정 비용 반영 마무리, 2) 2H25 유럽 고객향 신규 EV플랫폼 솔루션 납품, 3) BEV 업황 개선 여부에 주목할 필요**

1Q25 매출 2.6조(YoY +9%, 이하 YoY), OP 209억(-68%), NP -226억(적전)

매출은 우호적인 환율과 생산량 증가로 컨센/당사 추정(2.5조)에 부합. 영업이익은 1) R&D비용 자산화 비중 축소(217억 추정), 2) 미국/중국 관세 영향(100억 추정)으로 컨센(448억) 대비 쇼크/당사 추정(236억) 하회하는 부진한 실적 기록. 영업외단에서 이자부담 지속되고있으나, 1Q25 외환손익 +220억 반영되며 우려 대비 양호한 실적 기록

구조조정/운영효율화/관세 관련 불확실성 중첩

2024년 한온시스템은 4,890억원(매출의 4.9%)의 R&D비용 집행하고, 이 중 2,738억/56% 자본화. 경영진 교체 이후, 1Q25 R&D비용(1,070억) 중 자본화 비율 52%로 축소. 자산화 비중 축소하며 중장기 D&A부담 완화 예상되나, 단기 수익성 부담은 불가피. 구조조정 자산/인력 관련하여 일회성 비용 반영 불확실성 또한 지속. 주요 원재료인 알루미늄과 미국 관세 또한 부담(멕시코 매출 중 미국향 비중 50%수준으로 추정). 불확실성 중첩되며 시장 내 관심 제한. **2026년 이후, 실적 개선 가시성 확대에 따른 주가 관심 높일 필요**

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,405	2,536	2,497	2,617	8.8	3.2	2,509	2,611	2.0	-0.2
영업이익	65	-138	24	21	-68.0	흑전	45	26	-63.6	24.6
순이익	8	-316	-47	-23	적전	적지	-12	-51	적지	적지

자료: 한온시스템, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,522	9,999	10,549	11,083	11,641
영업이익	284	96	132	295	472
세전순이익	151	-330	-139	37	225
총당기순이익	59	-359	-139	37	213
지배지분순이익	51	-363	-138	37	211
EPS	96	-676	-203	55	311
PER	76.3	NA	-	65.2	11.5
BPS	4,443	5,310	4,008	4,070	4,389
PBR	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	2.2	-13.9	-5.0	1.4	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한온시스템, 대신증권 Research Center

KT&G
(033780)

정한솔
Hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

140,000

상향

현재주가

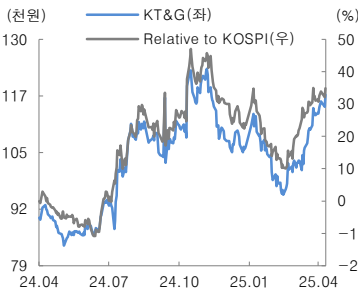
(25.05.08)

117,500

음식료업종

KOSPI	2579.48
시가총액	14,342십억원
시가총액비중	0.67%
자본금(보통주)	938십억원
52주 최고/최저	123,400원 / 83,500원
120일 평균거래대금	298억원
외국인지분율	43.91%
주요주주	First Eagle Investment Management, LLC 8.01%
	중소기업은행 7.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.1	7.6	-1.7	28.1
상대수익률	2.3	5.2	-2.4	36.4



해외 궤련이 이끈 서프라이즈

- 일회성 비용에도 시장 기대치 상회하는 호실적 기록
- 해외 궤련 매출액 YoY 54% 증가하며 분기 최대 매출 갱신
- 견조한 본업과 기타 사업부 턴어라운드로 안정적인 실적 전망

투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 140,000원(+7%) 상향 조정

1Q25 해외 궤련 매출이 다시 한번 분기 최대 매출을 기록하며 해외 궤련의 성장성 재확인. 수익성 중심 제품 포트폴리오 강화와 직접 사업 확대를 통해 지역별 맞춤 전략 시행하며 실적 호조 지속될 전망. NGP는 생산 차질 영향과 신규 디바이스 출시 지연으로 부진했으나 디바이스 생산지 이전이 완료되며 공급 이슈가 해결됐고, 국내 판매량이 견조하고 이어지고 있어 NGP 매출액 QoQ 회복 예상. 건기식 부문은 제품 포트폴리오 조정 등 체질 개선이 이어지고, 부동산 부문은 중소형 프로젝트 매출 인식이 확대되며 턴어라운드에 성공하면서 연간 실적 개선에 기여할 전망. 2025년 해외 궤련 중심 담배 사업 호실적과 기타 사업부 실적 턴어라운드를 기반으로 안정적인 실적이 예상되고 적극적인 주주환원을 기반으로 견조한 주가 흐름 예상. 목표주가 산정의 기준 시점 변동('25→12M Fwd)으로 변경함에 따라 목표주가 성향

1Q25 Review: 해외 궤련이 이끈 서프라이즈

1Q25 연결 매출액 1조 4,911억원(YoY 15%), 영업이익 2,856억원(YoY 21%, OPM 19.2%)을 기록하며 시장 기대치를 상회

[담배] 매출액 9,880억원(YoY 15%), 영업이익 2,529억원(YoY 22%, OPM 25.6%) 기록. 일회성 인건비 576억원 발생했으나 해외 궤련 매출이 분대 최대치를 갱신하며 호실적 기록. 일회성 제외 OPM 31.4% 기록

국내 궤련은 시장 수요가 YoY -8% 감소했으나 신제품 출시 및 면세 비중 확대로 ASP 상승하며 국내 매출 감소폭은 -2%에 그침. 시장점유율은 68.4%(YoY 2.4%p)로 확대되며 국내 경쟁력 강화 지속. 해외 궤련은 판매량 증가(YoY 23%)와 가격 인상 및 제품 믹스 개선으로 매출액 YoY 54% 증가. NGP는 디바이스 공급망 이슈로 매출액 YoY -10% 감소하며 다소 아쉬운 실적 기록. 국내는 디바이스 매출 감소에도 스틱 판매량 증가로 매출액 YoY 7% 증가했으나 해외는 공급망 이슈 및 기존 디바이스 구형화 등에 따라 스틱 신규 수요 창출 지연되며 매출액 YoY -56% 감소

[기타] 건기식 부문 매출액 3,144억원(YoY 2%), 영업이익 182억원(YoY -21%, OPM 5.8%) 기록. 국내는 설 프로모션 효과, 해외는 중국 실적 호조와 미국 신규 파트너사 거래 개시로 매출액은 소폭 증가했으나 수익성은 마케팅 비용 증가로 YoY 1.7%p 하락하며 감익. 부동산 부문 매출액 1,004억원(YoY 122%), 영업이익 104억원(YoY 300%, OPM 10.4%) 기록. 중소형 개발사업 공정을 상승으로 매출 증가하며 영업이익 증가

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	1,292	1,556	1,407	1,491	15.4	-4.2	1,423	1,494	5.0	0.2
영업이익	237	213	271	286	20.7	34.4	269	328	1.8	14.8
순이익	286	325	239	260	-9.1	-20.0	258	281	-10.1	8.1

자료: KT&G, FnGuide, 대신증권 Research Center

BGF리테일

(282330)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

140,000

유지

현재주가

112,600

(25.05.08)

유통업종

객수 회복이 관건

- 1분기 늦추위, 집회 영향 등으로 객수 하락 크게 나타나며 실적 부진
- 편의점 업계 구조조정 진행 중. 구조조정 마무리 시 수혜 예상
- 당분간 객수 및 기존점 성장률 회복 확인하려는 투자 심리 강할 듯

투자의견 BUY와 목표주가 140,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 140,000원(12개월 Forward P/E 12배) 유지

2분기 성수기에 진입했으나 4-5월 현재까지 주말마다 곳은 날씨 등을 고려하면 트래픽이 당장 급격히 개선되긴 어려울 것으로 보임. 그러나 편의점 업계가 하위권 업체들의 점포 폐점이 빠르게 나타나면서 점포 순증 속도가 크게 둔화되는 등 구조조정이 한창 진행 중으로 업계 구조조정이 마무리되면 동사와 같은 상위 사업자의 수혜가 클 것으로 예상

현 주가는 12개월 Forward 기준 P/E 9배 수준으로 편의점 업계의 저성장 상황과 부진한 실적 등이 대부분 반영된 valuation이라고 판단되나 당분간 객수 및 기존점 성장률 회복 여부를 확인하는 투자 심리 예상

1Q25 Review: 매출 부진으로 영업이익 시장 컨센서스 하회 전망

1분기 매출액과 영업이익 각각 2조 165억원(yoy +3%), 226억원(yoy -31%)을 기록하며 당사 및 시장 컨센서스를 크게 하회함. 1분기 평균 기존점 성장률은 -2.1% 기록하며 부진(1월 -0.4%, 2월 -4.6%, 3월 -1.4%). 2월 늦추위와 주말 뿐 아니라 평일에도 이어진 탄핵 관련 집회 영향 등이 전반적으로 트래픽에 부정적 영향을 미침(전년동기비 객수 -3.2%, 객단가 +1.1% 증가)

점포 출점은 연간 목표치 500개에 맞춰 진행된 것으로 보이는데 기존점 성장률이 -2%를 하회하는 등 매출액 성장률이 크게 낮아짐에 따라 판관비율 상승(yoy +40bps)으로 영업이익 감소. 1분기 비수기에 매출이 부진하면서 이익 감소폭이 다소 크게 나타남

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,954	2,216	2,067	2,017	3.2	-9.0	2,040	2,327	5.6	15.4
영업이익	33	52	31	23	-30.7	-56.2	31	78	3.0	247.3
순이익	23	43	23	13	-42.8	-69.2	22	61	4.9	358.3

자료: BGF리테일, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

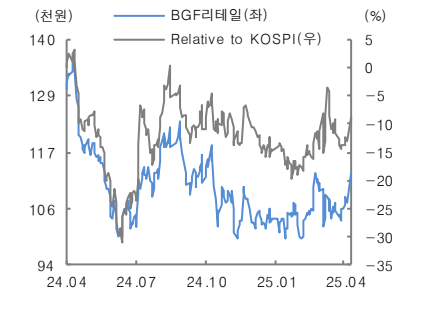
(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,195	8,699	9,108	9,725	10,313
영업이익	253	252	259	279	298
세전순이익	248	245	255	275	292
총당기순이익	196	195	199	214	228
지배지분순이익	196	195	199	214	228
EPS	11,331	11,295	11,486	12,409	13,197
PER	11.6	9.1	9.8	9.1	8.5
BPS	62,165	68,511	75,895	84,101	92,796
PBR	2.1	1.5	1.5	1.3	1.2
ROE	19.2	17.3	15.9	15.5	14.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: BGF리테일, 대신증권 Research Center

KOSPI	2579.48
시가총액	1,946십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	136,200원 / 99,400원
120일 평균거래대금	46억원
외국인지분율	28.56%
주요주주	비자이프 외 18 인 52.29% 국민연금공단 8.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.9	9.0	2.6	-17.3
상대수익률	-5.0	6.6	1.8	-12.0



심텍 (222800)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

28,000

유지

현재주가

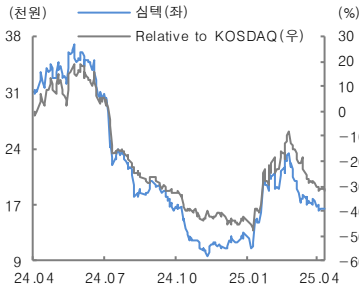
(25.05.08)

16,160

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	729.59
시가총액	515십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	36,900원 / 9,950원
120일 평균거래대금	153억원
외국인지분율	5.83%
주요주주	심텍홀딩스 외 8 인 33.27%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	12.1	10.0	-51.2
상대수익률	-15.4	14.2	12.1	-41.6



실적의 저점(1Q)은 통과, 개선 방향은 맞고 속도가 중요

- 영업이익은 1Q25 -163억원(적자 축소 yoy/qoq)으로 컨센서스대비 개선
- 2025 연간 영업이익은 329억원으로 3년만에 흑자전환(yoy) 전망
- 비메모리(FC CSP, SiP) 매출 확대, 믹스 효과가 3Q25 본격화 예상

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 28,000원 유지

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 28,000원(2025년 평균 주당순자산(BPS) X 목표 P/B 2.05배(6개년 평균)) 유지. 2025년 1Q 영업이익은 -163억원으로(적지 qoq/yoy) 컨센서스(-202억원) 대비 개선, 종전 추정(-167억원)에 부합. 메모리 고객사의 재고 조정이 앞당겨졌으며, 그리고 중국 이구환신 효과 및 미국 관세 정책에 대비한 재고 축적으로 메모리 업계의 가동률이 개선. 매출은 3,036억원 (3.3% yoy/0.8% qoq)으로 컨센서스(2,952억원)를 2.8% 상회 등 양호한 실적

삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 등 메모리 업체가 DDR5 전환을 선제적으로 진행 하여 DDR5 출하량 증가. 본격적인 메모리 업황 회복을 언급하기에 이르나 2025년 1Q 저점, 2Q 회복으로 판단. 2025년 2Q 영업이익은 53억원(흑전 qoq/47.9% yoy)으로 흑자전환(yoy/qoq) 추정. 2025년 영업이익을 종전대비 12.6% 상향

2Q25 영업이익은 흑자전환(qoq) 추정 : 이익 개선 방향에 주목

투자 포인트는 1) 메모리 업체(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)는 2024년 4Q에 낸드를 감산, 디램은 IT 기기의 수요 약화에 대한 재고조정을 동시에 진행, 그러나 2025년 1Q에 AI 투자 및 이구환신, 미국의 관세정책에 대비한 재고 확대가 진행. 2025년 1Q에 매출과 영업이익이 컨센서스대비 상회 2) 2025년 하반기에 FC CSP, SiP 등 비메모리 등 고부가 매출 증가 및 믹스 효과로 영업이익률이 개선 전망, 비메모리 분야에 집중, 고객사의 다변화 및 매출 증가로 2024년대비 2025년 수익성은 개선 3) 영업이익은 2023년~2024년 적자를 기록하였으나 2025년 329억원(흑전 yoy), 2026년 1,236억원(276% yoy)으로 증가 추정, 이익 확대 방향은 명확해질 전망

영업이익은 1Q25에 적자축소, 컨센서스대비 개선

2025년 1Q 매출 3,036억원(3.3% yoy/0.8% qoq), 영업이익 -163억원(적지 yoy/qoq), 당기순이익은 -362억원(적지 yoy/qoq). 파생상품에서 평가 손실 반영으로 당기순이익은 컨센서스를 하회. 1Q에 모듈PCB 중심으로 매출 증가. 고객사의 감산 및 재고조정이 마무리되면서 메모리 출하량 증가가 예상을 상회. 메모리 (서버, SSD모듈, MCP 등) 비중 높은 심텍이 2025년 메모리 업체의 가동률 확대의 수혜로 판단, 수요 개선이 가시화되면 매출과 이익의 개선 속도(레버리지 효과)가 높으며, 2025년 4Q 기점으로 예상

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25		
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY QoQ
매출액	294	301	298	304	3.3	0.8	295	318 2.1 4.8
영업이익	-15	-36	-17	-16	적지	적지	-20	5 47.9 흑전
순이익	-15	-21	-13	-36	적지	적지	-18	0 흑전 흑전

자료: 심텍, FnGuide, 대신증권 Research Center

하나투어 (039130)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

65,000

하향

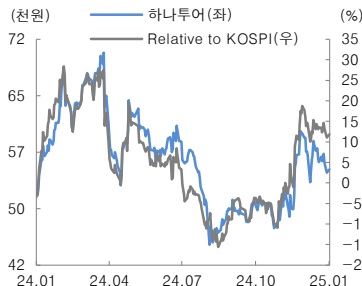
현재주가
(25.05.08)

51,700

레저업종

KOSPI	2398.94
시가총액	877십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	70,200원 / 44,700원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	14.81%
주요주주	하모니아1호 유한회사 외 4 인 16.79% 국민연금공단 6.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	9.7	-2.3	4.8
상대수익률	-5.0	17.2	13.2	16.6



아쉬운 성수기 실적

- 1Q 정치적 불확실성 및 항공 사고 여파로 영업이익 전년 대비 -43% 감소
- 2Q에도 부진한 성장세 지속. 25E EPS -12% 조정하며 목표주가 -13% 하향
- 1H25 여름 성수기 및 황금 추석 연휴로 뚜렷한 수요 회복세 나타날 전망

투자의견 매수 유지 및 목표주가 65,000원으로 -13% 하향

목표주가는 2025년 EPS 3,882원에 Target PER 17배를 적용하여 산출.

1분기 정치적 불확실성 및 항공 사고 등에 따른 패키지 수요 악화로 실적 부진했으며 4월에도 여파 지속되는 모습. 이에 연간 EPS 추정치 -12% 하향 조정하며 목표주가 -13% 하향

2분기 또한 계절적 비수기 구간에 해당되어 뚜렷한 반등 모멘텀을 기대하기 어려운 상황. 다만, 3분기에는 여름 휴가철 성수기 진입, 4분기에는 역대 최장 10일 간의 추석 연휴가 예정되어 있어 하반기에는 분명한 수요 회복세가 나타날 것으로 기대됨. 이에 투자의견 매수 유지

1Q25 Review: 아쉬운 성수기 실적

1분기 연결 기준 영업수익 1,684억원(QoQ +18%, YoY -8%), 영업이익 123억원(QoQ -10%, YoY -43%)으로 당사 추정치 및 컨센서스 부합. 실적 부진의 주요인은 1) 국내 정치 불확실성과 항공 사고 등의 외생 변수로 인한 여행 수요 위축과, 2) 경쟁 심화에 따른 패키지 수익성 저하에 기인

1분기 전체 패키지 송출객 수는 56만명(QoQ -4%, YoY -4%)으로 감소. ASP는 103만원(YoY -2%)으로 소폭 하락. 동남아 24만명(QoQ -4%, YoY -4%), 일본 10만명(QoQ -5%, YoY -3%), 중국 6만명(QoQ +10%, YoY +61%), 유럽 10만명(QoQ -5%, YoY -5%), 미주 4만명(QoQ -6%, YoY -6%) 기록. 지역별로는 대부분 수요가 감소한 가운데, 중국 송출객은 전년 동기 대비 +61% 증가하여 차별화된 회복세를 기록. 이는 비자 면제 및 양국간 교류 활성화에 따른 결과로 중장기적 수요 개선세는 지속될 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25P			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	183	142	152	168	-8.1	18.4	160	135	2.4	-19.9
영업이익	22	14	11	12	-43.2	-9.7	13	11	203.1	-9.5
순이익	20	40	14	15	-27.0	-62.8	14	14	60.8	-7.0

자료: 하나투어, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	115	412	617	624	705
영업이익	-101	34	51	58	77
세전순이익	-69	57	69	77	95
총당기순이익	-65	59	99	72	89
지배지분순이익	-67	47	81	61	71
EPS	-4,370	2,932	5,079	3,882	4,611
PER	NA	17.8	10.7	13.7	11.6
BPS	8,069	10,621	10,903	12,844	15,710
PBR	7.5	4.9	4.7	4.0	3.3
ROE	-64.0	32.0	47.2	32.3	32.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 하나투어, 대신증권 Research Center

휴젤 (145020)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

470,000

유지

현재주가

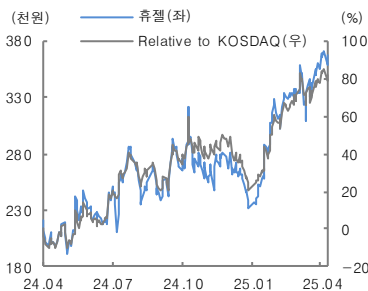
367,500

(25.05.08)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	729.59
시가총액	4,632십억원
시가총액비중	1.24%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	372,000원 / 191,000원
120일 평균거래대금	242억원
외국인지분율	53.90%
주요주주	Aphrodite Acquisition Holdings LLC 42.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.6	46.4	24.2	82.8
상대수익률	1.6	49.1	26.5	118.6



무난한 실적, 2분기가 중요

- 1Q 무난한 실적. 해외 특신 중국과 직판 채널(호주·대만)이 고성장 견인
- 2Q 미국 선적으로 호실적 기대. 하반기 추가 선적 가능성 확인
- 베네브 5,000개 계정 기반 초기 침투 속도 양호하며 관세 영향 제한적

투자의견 매수, 목표주가 470,000원 유지

목표주가는 2025F 추정 EPS(13,974원)에 타겟 PER 33.6배(갈더마 대비 25% 할인) 적용. 중국향 특신이 꾸준히 성장하는 가운데 올해 미국 미용 특신 본격 진출 원년이라는 점에서 기존 밸류 유지

2Q25 미국향 특신 선적 예정, 하반기 추가 선적 가능성 확인해 상저하고 우려 제거. 중국은 사화제약 에스텍 사업부가 고속 성장하면서 재고 조정이 끝났고 분기별 안정적 선적 흐름 기대. 4월 본격 가동한 3공장을 통해 글로벌 진출을 위한 특신 CAPA를 충분히 확보한 상황

1Q25 Review: 무난한 실적, 2분기부터 본격 성장 기대

1Q25 매출액 898억원(YoY+21%), 영업이익 390억원(YoY+63%, OPM 43%) 기록. 매출액과 영업이익 모두 당사 추정치에 부합하는 양호한 실적 달성

국내 특신(YoY+14%), 필러(YoY+13%) 의료관광 회복으로 두 자릿수 성장. 해외 특신은 중국과 직판 채널(호주·대만)이 고성장 견인. 한편 태국(저가 경쟁)·일본(CAPA 제한)으로 일시적 둔화

4월 가동한 3공장(거두 B) 영향으로 2Q부터 분기 13억원 수준 감가상각비 추가. 다만 ITC 등 일회성 비용 제거로 판관비는 분기 300억원 수준 안착. 2분기 매출액 1,257억원(YoY+32%), 영업이익 680억원(YoY+60%, OPM 54%) 전망. 미국향 레티보 선적이 예정돼 있어 매출 레버리지 기대

2025 매출 4,527억·OPM 51%. 미국 특신 모멘텀은 견조, 관세 영향 ↓

2025년 매출액 4,527억원(YoY+21%), 영업이익 2,288억원(YoY+38%, OPM 51%) 전망. 연초 제시했던 연간 가이던스 및 핵심 가정 변동 없음

미국 파트너사 베네브의 약 5,000개 계정을 통한 초기 침투 속도는 2019년 경쟁사(E사) 출시 시 수준과 비슷. 의약품 관세는 아직 부과되지 않았고 도입 되더라도 업계 전반이 동일 조건이어서 최종 실적에 미치는 영향은 제한적

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	74	98	92	90	20.9	-8.5	92	126	31.8	40.0
영업이익	24	46	41	39	62.6	-16.2	40	68	60.3	74.6
순이익	21	40	32	31	48.6	-22.7	29	53	52.1	71.1

자료: 휴젤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	320	373	453	557	668
영업이익	118	166	229	296	351
세전순이익	133	165	236	301	356
총당기순이익	98	143	184	237	270
지배지분순이익	93	136	175	226	257
EPS	7,517	10,985	13,974	19,439	22,123
PER	19.9	25.5	25.7	18.5	16.2
BPS	60,353	65,015	84,474	104,561	126,253
PBR	2.5	4.3	4.4	3.5	2.9
ROE	12.1	17.5	18.8	19.9	19.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

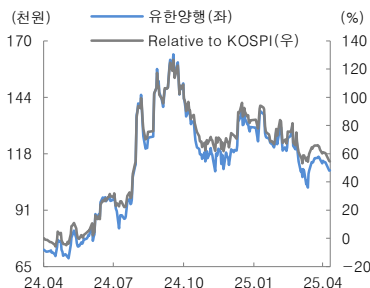
109,800

(25.05.08)

제약업종

KOSPI	2579.48
시가총액	8,923십억원
시가총액비중	0.42%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 68,800원
120일 평균거래대금	1,409억원
외국인지분율	18.16%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 7.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-19.8	-17.1	51.4
상대수익률	-5.4	-21.6	-17.7	61.2



성장을 향해 뛴을 올리다

- 1Q25 연결 매출액 4,916억원(+10.6% yoy), 영업이익 64억원(+1006.9% yoy)
- 로열티 수익 아쉬우나, 전 사업부 성장하는 모습 확인
- 2분기 일본 출시 마일스톤 수령 및 하반기 다수의 긍정적인 모멘텀 보유

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

1분기 실적 다소 아쉬우나 2분기부터는 1) 고마진의 해외사업부 매출 증가, 2) 라즈클루즈 유럽, 일본 출시 마일스톤 수령, 3) 라즈클루즈 출시 국가 확대 및 아미 반타맵SC 병용요법 승인에 따른 매출 확대로 본격적인 이익 개선이 기대됨. 또한 MARIPOSA 최종 mOS 결과 발표, 후속 파이프라인 기술 이전(알라지 치료제, 면역항암제 등), 유한화학 API 추가 수주 등 다수의 긍정적인 모멘텀을 보유하고 있어 투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

1Q25 Review: 로열티 수익 아쉬우나, 전 사업부 성장하는 모습 확인

1Q25 연결 매출액 4,916억원(+10.6% yoy), 영업이익 64억원(+1006.9% yoy), OPM 1.3%로 컨센서스 하회하는 아쉬운 실적 기록. 매출은 약품사업부 3,298억원(+6.5% yoy), 해외사업부 874억원(+17.9% yoy), 기술료 수익 40억원(+56.6% yoy), 기타 매출 237억원(+69.8% yoy)로 전 사업부 모두 전년 대비 성장하였으나, 높은 컨센서스를 소폭 하회하였음. 영업이익은 1) 고마진의 유한화학 API 매출 증가, 2) 유한건강생활 구조조정 효과로 전년 동기 대비 개선되었으나, 1) YH42946(HER2 TKI) 임상 개시에 따른 연구개발비 증가, 2) 낮은 기술료 수익으로 컨센서스를 -28% 하회

유한화학은 신규 라인 상업화 생산을 개시하였으며, 작년에 계약한 길리어드항에이즈 치료제 API 공급을 본격적으로 시작함. 이에 신규 생산 동은 생산 개시 즉시 풀가동 되고 있으며, 현재 임상 3상 완료 단계인 글로벌 제약사의 생산 문의가 증가하여 추가 설비 투자를 검토하고 있음. 추후 고마진 해외사업부 매출 증가로 수익성 개선이 기대됨

2분기부터 라즈클루즈 관련 마일스톤 및 로열티 수익 가파른 성장 기대

1분기 라즈클루즈 러닝로열티는 기술료 수익 40억원에 포함. 정확한 러닝로열티는 알 수 없으나, 작년 4분기 기술료 수익이 40억원으로 동일한 수준인 것으로 미루어 보아, 라즈클루즈 매출은 점진적으로 증가하는 것으로 파악됨. 다만, 이는 1분기 매출이 미국에서만 발생하였고, 아직 리브리반트SC 병용요법이 출시되지 않은 것 주요 요인. 2분기에는 일본 출시 마일스톤 \$15mn(약 209억원)이 유입될 예정이며, 하반기에는 1) 유럽 출시 마일스톤 \$30mn(약 418억원) 유입, 2) 아비만 타맵SC 병용요법 FDA 승인, 3) 유럽, 일본 등 출시 국가 확대로 로열티 수익이 가파르게 증가할 것으로 기대함

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	작년추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	445	496	519	492	10.6	-0.9	516	617	16.7	25.5
영업이익	1	-12	14	6	1,012.4	흑전	21	41	118.7	531.7
순이익	13	-12	30	5	-58.2	흑전	30	19	-41.3	254.2

자료: 유한양행, FnGuide, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.